

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2014.05.004

人民币汇率预期影响通货膨胀的渠道分析*

李艳丽, 黄英伟

(武汉大学 经济与管理学院 金融系, 湖北 武汉 430072)

摘要: 汇率预期主要通过货币替代效应、资产价格效应和进口价格效应影响物价水平。协整分析及残差替代法回归的结果表明:2002年以来的人民币升值预期对我国通货膨胀有显著影响,其中汇率预期主要通过货币替代效应渠道来影响国内的通货膨胀,资产价格效应渠道和进口价格效应渠道次之,本文针对这一现象给出了一些政策建议。

关键词: 人民币 NDF 汇率;通货膨胀;传导渠道

中图分类号: F822 **文献标志码:** A **文章编号:** 1672-0598(2014)05-0020-07

一、文献综述

自2005年7月21日起,人民币汇率制度由单一盯住美元的汇率制度改为以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,汇率市场形成机制进一步增强。此后,随着人民币汇率形成机制改革进程的不断深入,汇率波动已经成为经济生活的重要组成部分,而汇率波动是否会对我国物价水平的稳定造成重大影响,国内的学者们对这一问题进行了深入广泛的研究。卜永祥(2001)、毕玉江(2006)、陈六傅(2007)、陈浪男(2008)、王晋斌(2009)、吴志明(2010)等人的研究都表明在我国人民币汇率的变动会对国内物价水平产生影响,且汇率传递水平是不完全的。

上述文献的研究结果表明,人民币汇率波动会对国内物价水平产生重要的影响,近年来学者

们又开始关注市场上自2002年以来产生的人民币升值预期对国内物价水平的影响。徐爽和姚长辉(2007)提出推广的蒙代尔-弗莱明“三元悖论”,在此分析框架基础上提出在人民币升值预期背景下,中央银行可以通过增加汇率的波动率和扩大外资所要求的人民币资产的风险溢价来实现低通货膨胀的目标;陈洁和李玉双(2009)的研究表明,人民币升值预期每增加1%会引发CPI上涨0.799%,并指出人民币名义有效汇率对物价水平的降低作用远低于人民币升值预期上涨的程度,要抑制通货膨胀,稳定汇率,关键是稳定人民币汇率的预期;郭研和张立光(2009)通过建立递归VAR模型研究表明,汇率预期变量对工业出厂价格指数、消费者价格指数及货币供应量的影响均非常明显;在汇率预期对资产价格影响方面,陈浪男(2009)、丁军(2010)、栾培强(2012)和李训

* [收稿日期]2014-12-06

[基金项目]武汉大学70后项目“人民币国际化及其风险管理研究”

[作者简介]李艳丽,女,土家族;金融学博士,武汉大学经济与管理学院金融系副教授,主要从事国际金融、货币与汇率政策研究。

黄英伟,男,武汉大学经济与管理学院金融系硕士研究生,主要从事国际金融研究。

(2012)等均实证得出人民币升值预期对资产价格有推动作用的结论,其中栾培强(2012)指出,在长期内资产价格对物价水平有显著的正的影响,且房地产价格对物价的影响远大于股价对物价的影响。

纵观现有的研究,大多数研究结果都肯定了人民币升值预期会给物价水平带来上涨的压力,但很少有研究深入分析汇率预期对物价水平影响的作用路径。本文拟通过分析其理论基础,分析人民币汇率升值预期对通货膨胀影响的传导渠道,并构建模型测算每个传导渠道的影响水平,据此提出应对措施来缓解人民币升值预期对通货膨胀的影响。

二、理论分析

(一) 汇率预期的货币替代效应

学者们应用凯恩斯理论影响国际收支的主要因素,认为经常项目是由国内外国民收入水平和衡量两国相对价格水平的实际汇率决定,资本与金融项目则受到国内外利率水平以及汇率预期的影响。在资本与金融项目下,当国内利率高于国外利率时,资金会流入以套取利差;当预期本币升值空间较大时,则资金也会流入以套取汇差。非抛补利率平价理论认为当两国利差等于本币预期变动率时市场会处于均衡水平。尽管市场的实际运行经常会偏离均衡状态,但是套利机制的存在使得市场会向均衡状态自动调整。由此,我们可以把资本和金融项目简化成是预期汇率变动率的函数。

该理论的假设前提是货币可以完全自由兑换。结合人民币目前仅在经常项目下可以自由兑换,而资本和金融项目仍受管制的实际情况,在人民币预期升值条件下,国外资金可以通过正常的投资渠道(如QFII)进入国内,也可能绕过资本管制而通过经常项目流入。国内一些研究,如于正红(2012)通过分析表明山东省经常项目下跨境资金流动与人民币汇率预期之间存在协整关系,且在5%的置信区间下是汇率预期是经常项目下跨境资金流动的格兰杰原因。陈洁(2009)通过构建递归VAR模型发现汇率预期可以通过影响

货币供应量的变化进而影响物价水平。

按以上分析,大量资金受人民币升值预期的影响而流入国内,在强制结售汇下最终结果是中央银行作为最后的买方向国内投放基础货币。按照货币主义学派的观点,基础货币的过度投放是导致通货膨胀风险上升的主要原因,物价的上涨是人民币升值预期下基础货币投放过多的表现。

(二) 汇率预期的资产价格效应

汇率预期的资产价格效应可以通过微观和宏观两个层面来分析。从微观层面来说,汇率预期会通过企业原材料的成本等因素影响产品价格从而改变企业的利润,企业利润的变化会反映在股票价格上,也会影响企业的投资决策(比如对土地资产的投资)从而影响土地等资产的价格;此外,根据托宾Q理论,企业资本市场价值会影响企业的投融资决策从而对企业规模造成影响,而规模变化导致的产能增减会影响产品的价格。

从宏观的层面来说,本币的升值预期会导致国外大量资金的流入,增加对国内资产的需求,导致国内资产的价格的提高,一方面财富效应会增加消费的支出,另一方面会通过资产负债表效应增大企业的投资支出,通过这两种效应来影响总需求从而对物价造成影响。Bernanke(1999)、Goodhart et al(2000)、Smets(1997)、IMF(1998)、胡继之(1999)、翟强(2005)等及日本、越南等国的研究表明,汇率预期的变化能够改变房地产、股票等资产的供求关系,进而影响其价格变化,并对通货膨胀造成影响。国内的研究,如栾培强(2010)的研究表明,无论在短期还是长期,人民币升值预期对资产价格有显著的推动作用,而资产价格的上涨会对物价产生推动作用。李志慧(2012)通过建立人民币汇率预期变动与资产价格以及资产价格与国内物价之间的向量误差修正模型,研究表明无论是长期还是短期,人民币汇率预期变动对资产价格和国内物价都具有显著的影响,且长期影响大于短期影响。

(三) 汇率预期的进口价格效应

传统的观点认为,在短期内,本币的升值有助于降低原材料进口成本,在本币升值的背景下企

业的生产决策会倾向于通过扩大原材料进口规模、增大进口原材料比重等途径来降低生产成本,因此在人民币汇率升值预期下短期内会降低以美元计价的上游原材料(如石油、铁矿石)的价格,再由于示范效应和联系效应,引起国内同类商品或替代商品的价格下降,从而对物价产生抑制作用;但是在中长期,按照奥地利学派通胀路径结构学说的观点(唐学鹏,2008),人民币的加速升值会增加国内对能源和原材料需求的过快增长,在资金可得性增加的情况下,上游端的固定资产投资的扩张会引致对上游产品的需求,价格升高并开始传导到下游,最终会推高弱势部门(如农产品)的商品和服务价格的上涨,从而加剧通货膨胀的严重程度。陈洁(2009)的研究也证实了这一效应的存在,其用工业出厂品价格指数作为进口价格效应的代理变量建立递归 VAR 模型研究表明,汇率预期是影响工业出厂品价格指数波动的主要变量,且汇率预期对物价水平波动的影响持续时间长,强度高。

三、实证分析

(一) 样本数据的选择及说明

如上述理论分析,汇率预期通过货币替代效应、资产价格效应、进口价格效应等三个中间渠道的传递来影响通货膨胀。本文拟选择 1999 年 1 月—2012 年 12 月的月度数据,各变量描述如下:

居民消费物价指数(CPI)。本文选取居民消费物价指数来作为国内物价水平的代理变量,数据来源中经网数据库,通过同比数据和环比数据,对 CPI 数据进行了以 2005 年 1 月为 100 的定基处理。

货币供应量(M2)。货币供应量用来描述全社会货币供应情况,本文选择广义货币供应量 M2,来反映汇率预期的货币替代效应。

汇率预期变量(NDF)。汇率预期指数选择 NDF 数据,数据来源于彭博资讯。本文分析了同一时期内不同期限的 CNYNDF 报价特征,发现不同时期的报价相关性很强,其中一年期的 CNYNDF 交易较活跃,对汇率走势影响较大,是 NDF 市场的重要参考指标,因此本文选择一年期

的 NDF 数据作为汇率预期变量,以每月月末的汇率值为当月值。

上证指数(SPI)。本文选用上证指数(SPI)来衡量汇率预期的资产价格效应,该指数反映上海证券交易所上市的全部 A 股和全部 B 股的股价走势,数据来源于同花顺数据库,以每月月末股指为当月值。

进口商品价格总指数(IMP)。本文则选取进口商品价格指数来作为进口价格效应的代理变量,对数据进行了以 2005 年 1 月为 100 的定基处理。

(二) 实证模型

在开放经济条件下,一国经济受国内外多方面因素的影响。参考 Goldberg 和 Knetter(1997)定义的汇率变动对国内价格传递效应的一般方程:

$$P_t = \alpha + \delta X_t + \gamma E_t + \lambda Z_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中 P_t 表示本国的物价水平; X_t 表示国外的控制变量集,通常根据研究的需要选择相应指标衡量国外出口厂商的成本或价格; E_t 表示本币汇率变量; Z_t 表示国内的控制变量集,一般选择与本国经济增长相关的变量,如货币供应量。

广义货币供应量(M2)和上证指数(SPI)为上式(1)里的国内控制变量集,而进口商品价格指数(IMP)则是式(1)中的国外控制变量, E_t 用人民币一年期 NDF 数据代理表示。

因此,结合 Goldberg 和 Kenetter(1997)的一般方程,本文的实证方程设定如下:

$$LCPI = a + b LSPI + c LM2 + d LNDF + e LIMP + \varepsilon \quad (2)$$

其中,LCPI、LSPI、LM2、LNDF、LIMP 分别为 CPI、SPI、M2、NDF、IMP 的自然对数形式,其中 a 、 b 、 c 、 d 、 e 为系数。

在计量方法选择上,我们参考李晓峰(2010)的做法,采用协整回归和残差替代法来估计各个渠道的影响程度,残差替代法的基本思想如下:首先通过协整回归得到各变量间的长期关系回归方程,再通过代表资产价格效应的 SPI、货币替代效应的 M2、代表进口价格效应的 IMP 与汇率预期

NDF 变量进行回归得到各回归的残差,该残差的经济学含义是以上各个渠道的变量中不能被汇率预期 *NDF* 解释的部分;再把以上得到的各个残差重新代入协整方程,通过分别比较两次协整回归方程中汇率预期的系数的变化来确定汇率预期通过每一个渠道影响通货膨胀的大小。在进行分析之前,先进行数据的平稳性检验。

(三) 数据平稳性检验

表 1 单位根检验结果

| 原序列 | 检验形式 (c,t,q) | ADF 统计量 | 差分序列 | 检验形式 (c,t,q) | ADF 统计量 | 结论 |
|-------------|-----------------|------------|--------------|-----------------|--------------|------|
| <i>LCPI</i> | (c,t,0) | -2.026 1 | <i>dLCPI</i> | (c,t,0) | -7.856 2*** | I(1) |
| <i>LSPI</i> | (c,0,0) | -2.480 1 | <i>dLSPI</i> | (c,0,0) | -6.775 7*** | I(1) |
| <i>LM2</i> | (c,0,0) | -2.222 | <i>dLM2</i> | (c,0,0) | -13.851*** | I(1) |
| <i>LNDF</i> | (c,t,0) | -1.038 8 | <i>dLNDF</i> | (c,0,0) | -13.972 5*** | I(1) |
| <i>LIMP</i> | (c,t,0) | -1.248 0 | <i>dLIMP</i> | (c,t,0) | -5.0433 7*** | I(1) |

注:d为一阶差分;检验形式(c,t,q)中的c表示截距项,t表示时间趋势,q表示滞后阶数;***表示在1%显著性水平上拒绝零假设,即该时间序列是平稳序列。

根据 ADF 检验原理,从表 1 的检验结果中可以看出 *LCPI*、*LSPI*、*LM2*、*LNDF*、*LIMP* 原序列都存在单位根,均为非平稳序列;一阶差分后所有序列都不存在单位根,均为平稳序列。因此,原序列均属于一阶单整序列。

(四) 协整分析

本文采用 Engle-Granger 两步分析法检验各变量间的长期关系,其思想是先对各变量进行 OLS 回归,再对回归结果的残差进行单位根检验,

进行实证检验和分析之前的各数据均进行季节调整以消除季节因素的影响,同时取自然对数以消除异方差。实证过程采用 Eviews7.2 作为计量分析软件。

为避免计量分析中出现“伪回归”,先进行各变量的单位根检验判断变量是否平稳以及变量是否均为同阶单整序列。选择显著性水平为 5% 作为判断标准,单位根检验结果如表 1 所示:

若回归的残差序列是平稳的,说明各变量间存在长期均衡关系。OLS 回归的结果如下(小括号为系数标准差):

$$\begin{aligned}
 LCPI = & 3.892\ 6 + 0.004\ 8LSPI + 0.070\ 8LIMP + \\
 & (0.86) \quad (0.002) \quad (0.033) \\
 & 0.074\ 3LM2 - 0.559LNDF + \varepsilon \quad (3) \\
 & (0.015) \quad (0.102)
 \end{aligned}$$

获取该回归方程的残差结果,进行单位根检验结果如表 2:

表 2 残差的 ADF 检验结果

| 序列 | 检验方式 | T 统计量 | 1%水平 | 5%水平 | 10%水平 | P 值 | 结论 |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|----|
| ε | (C,0,0) | -2.785 3 | -2.578 8 | -1.942 7 | -1.615 4 | 0.005 5 | 平稳 |

上述结果显示,在 1% 的显著性水平下方程(2)的序列间存在协整关系。即消费物价指数与上证指数、进口商品物价总水平指数、人民币汇率预期变量、货币供应量存在长期均衡关系。从各回归解释的结果来看,上证指数变量对通货膨胀

的影响比较微弱,上证指数变化 1%,国内通货膨胀上涨 0.004 8%,也即股市繁荣带来企业融资的便利,企业投资的增加带来国内物价的上涨,从回归系数来看,该渠道的影响较小;货币供应量与通货膨胀之间存在正向的影响,货币供应增大 1%,

通货膨胀正向增大0.074 3%,表明货币供应的增大会造成国内通胀水平的提高;进口价格指数 *IMP* 和汇率预期 *NDF* 与通货膨胀指数间的关系均为正,进口价格指数增大1%,会造成通货膨胀上升0.070 8%。回归结果表明进口价格的变化会对国内物价水平造成正向的影响,即提醒货币当局需要关注输入型通货膨胀,这个回归结果符合理论预期。由于数据是采用直接标价法,即一单位等于多少单位本币,从符号系数的关系可以发现随着人民币预期升值100个基点(即 *NDF* 数值减小1%),国内通货膨胀指数增大0.559%,也就是说人民币的升值预期会造成国内的通货膨胀。

(五) 获取残差回归

将 *M*、*SPI*、*IMP* 分别对汇率预期变量进行回归,得到各因素不能被汇率预期变量解释的残差部分。用残差分别替代基准模型中的原始变量得到 *NDF* 前的系数,减去替代前的回归系数即得到修正后的汇率预期通过该渠道对物价水平的影响程度;将各因变量的残差分别代替原始回归式中相对应的变量,回归而得的方程中 *NDF* 前的系数代表汇率预期对物价水平的总影响。

分别分析上证指数、进口物价总水平和货币供应量三个变量与人民币升值预期变量的协整关系,发现三个变量与 *NDF* 之间均存在协整关系,*SPI* 对人民币升值预期的协整关系为:

$$LSPI = -2.218\ 254LNDf + 12.068\ 56 + \varepsilon \quad (0.214) \quad (0.342) \quad (4)$$

人民币升值预期对上证指数的弹性为-2.218 254,人民币升值预期变量减小1%,即人民币升值1%,将带来上证指数2.218 254个百分点的增加,表明人民币升值背景下会带来资产价格的上涨,这与人民币升值预期的资产价格效应是一致的。

进口商品物价总指数与人民币升值预期的协整关系如下:

$$LIMP = -1.904\ 69LNDf + 8.498\ 983 + \varepsilon \quad (0.084) \quad (0.042) \quad (5)$$

人民币升值预期对进口商品物价总指数的弹性为-1.904 69,人民币升值预期减少

1%,即人民币升值1%,将带来进口商品物价总指数1.904 69个百分点的增加,表明即人民币升值背景下会导致进口价格的上涨,这与郭研(2009)的实证结果也是一致的(其研究发现汇率预期对进口价格的影响在大部分时期内均是正向的)。

货币供应量与人民币升值预期的协整关系如下:

$$LM2 = -5.644\ 909LNDf + 42.431\ 08 + \varepsilon \quad (0.104) \quad (0.211) \quad (6)$$

人民币升值预期对货币供应量的弹性为-5.644 909,人民币升值预期减少1%,即人民币升值1%,将带来货币供应量5.644 909个百分点的增加,表明人民币升值背景下会带来国内货币投放的增长,这与人民币升值预期的货币替代效应是一致的。由这个数值也可知,人民币升值预期对于国内货币供应量1%影响较大。

(六) 获取残差回归

分别命名上证指数、进口商品物价总指数和货币供应量与人民币升值预期的协整关系的残差为 *ESPI*、*EIMP* 和 *EM2*。以 *LCPI* 为因变量,*LSPI*、*LIMP*、*LNDf* 和 *LM2* 为自变量进行协整关系估计,各残差分别替代 *LSPI*、*LIMP* 和 *LM2* 三个变量,这样回归而得的方程中 *LNDf* 前的系数代表人民币升值预期对通货膨胀的 *LCPI* 的总影响。替换上证指数 *SPI* 得:

$$LCPI = 3.834\ 8 + 0.004\ 8ESPI + 0.070\ 8LIMP + 0.074\ 3LM2 - 0.648LNDf + \varepsilon \quad (0.626) \quad (0.002) \quad (0.033) \quad (0.015) \quad (0.091) \quad (7)$$

以上各系数均是显著的,人民币升值预期通过资产价格效应渠道对物价的影响是-0.648-(-0.559)=-0.049,说明人民币升值预期减小1%,即人民币升值100个基点将导致上证指数增加,进而导致物价总水平增加0.049个百分点,这与理论预期相符。

替换进口商品物价总指数 *IMP* 得:

$$LCPI = 3.279\ 9 + 0.0048LSPI + 0.070\ 8EIMP - 0.681\ 4LNDf + 0.074\ 2LM2 + \varepsilon \quad (0.69) \quad (0.001) \quad (0.033) \quad (0.096) \quad (0.015) \quad (8)$$

以上各回归系数均是显著的,人民币汇率升值预期通过进口价格效应渠道对物价的影响是 $-0.6814 - (-0.599) = -0.0824$,说明人民币升值预期减小1%,即人民币升值100个基点将导致进口商品物价总水平增加,进而导致物价总水平增大0.0824个百分点,这与理论预期相符。

替换货币供应量 $M2$ 得:

$$LCPI = 7.05 + 0.0048LSPI + 0.0708LIMP - 0.8102LNDP + 0.0742ELM2 + \varepsilon$$

(0.319) (0.0018) (0.033) (0.008) (0.015) (9)

以上回归系数均是显著的,人民币汇率升值预期通过货币替代效应渠道对物价的影响是 $-0.8102 - (-0.599) = -0.2112$,说明人民币升值预期减小1%,即人民币升值100个基点将导致货币供应量增加,进而导致物价总水平增加0.2112个百分点,这与理论预期相一致。

替换上证指数 SPI 、进口商品物价总水平 IMP 、货币供应量 $M2$ 得:

$$LCPI = 6.379 + 0.0048ESPI + 0.0708EIMP + 0.0743ELM2 - 0.9416LNDP + \varepsilon$$

(0.626) (0.002) (0.033) (0.015) (0.091) (10)

以上系数均是显著的,人民币汇率升值预期通过资产价格效应、进口价格效应和货币替代效应三个渠道的总影响是: $-0.9416 - (-0.599) = -0.3426$,即表明人民币汇率 NDF 升值1%,导致物价总水平增加0.247个百分点。

综上所述,人民币汇率升值预期对通货膨胀的影响渠道分解如表3:

表3 汇率预期影响通货膨胀渠道分解

| 渠道 | 影响弹性 | 占总影响比例 |
|--------|---------|--------|
| 资产价格效应 | -0.049 | 14.30% |
| 进口价格效应 | -0.0824 | 24.05% |
| 货币替代效应 | -0.2112 | 61.65% |
| 总影响 | -0.3426 | 100% |

表3归纳了人民币汇率升值预期通过各个渠

道对通货膨胀影响的大小,可以看出人民币汇率升值预期通过货币替代效应渠道影响物价水平占主导作用,进口价格效应次之,资产价格效应最弱,这为如何减轻人民币汇率升值预期对通货膨胀的不利影响提供了一个政策方向。

四、结论与政策建议

(一) 结论

汇率预期主要通过货币替代效应、资产价格效应和进口价格效应影响国内物价水平,本文以一年期无本金交割汇率(NDF)代表汇率预期变量,利用1999年1月至2012年12月的数据,构建协整方程分析汇率预期对物价水平的影响情况,并利用残差替代法估计汇率预期影响物价水平的各个渠道的效应大小。

协整分析结果表明,汇率预期通过货币替代效应、资产价格效应和进口价格效应三个渠道影响国内物价水平,且人民币汇率预期升值1%会带来国内物价水平上涨0.3426%;通过残差替代法分析结果表明,人民币汇率预期主要通过货币替代效应影响国内物价水平的,占到61.65%,进口价格效应次之为24.05%,资产价格效应最弱占比14.3%。

(二) 政策建议

面对国际社会要求人民币升值的压力以及国内通货膨胀的形势,国内一些机构、学者和政府官员们曾在不同场合表示应放大人民币汇率波动幅度,以人民币升值作为抑制通货膨胀的重要调控手段。但是本文实证分析发现,在长期内人民币升值会伴随着国内物价水平的上涨,货币替代效应、资产价格效应和进口价格效应所带来的通货膨胀效果远大于生产成本机制等带来的通货紧缩效果,所以不能过分地依赖人民币升值来治理当前国内的通货膨胀。保持人民币汇率的适度稳定和弱化人民币升值预期,加强对资本流动的管制有利于国内物价水平的平稳,避免国内宏观经济运行的大起大落。另外,本文的分析表明,人民币汇率升值预期会推动资产价格的上涨,因此有必要采取措施控制人民币升值预期,从而控制资产价格泡沫。目前,采取限制人民币升值幅度和渐进的升值方式是不可取的,会进一步引发市场对

人民币升值的预期。

[参考文献]

- [1] Goldberg, Pinelopi Koujianou, Michael M. Knetter. Goods Prices and Exchange Rates: What have we learned? *Journal of Economic Literature* [J]. 1997, 35, 1243-1272.
- [2] 任兆璋, 宁忠忠. 人民币汇率预期与人民币 NDF 汇率的实证研究[J]. *学术研究*, 2005(12): 34-39.
- [3] 黄寿峰, 陈浪南. 结构变化下人民币汇率对物价传递的效应动态运行及宏观决定[J]. *统计研究*, 2010(4): 9-17.
- [4] 陈洁, 李玉双. 汇率变动对中国通货膨胀影响的实证研究[J]. *经济与管理*, 2009(1): 34-41.
- [5] 朱孟楠, 刘林. 短期资本流动、汇率与资产价格[J]. *财*

- 贸经济, 2010(5): 5-13.
- [6] 李占风, 陈好. 我国货币流动性与通货膨胀的定量研究[J]. *数量经济技术经济研究*, 2010(8): 129-138.
- [7] 卜永祥. 人民币汇率变动对国内物价的影响[J]. *金融研究*, 2001(3): 77-78.
- [8] 毕玉江, 朱钟棣. 人民币汇率变动对中国商品出口价格的传递效应[J]. *世界经济*, 2007(5).
- [9] 牛晓健, 陶川. 乘法形式适应性预期计量模型的构建与应用——以人民币汇率预期对外汇贷款影响的实证研究[J]. *统计研究*, 2009(6).
- [10] 郭研, 张立光. 汇率预期对中国通货膨胀影响的实证研究[J]. *财贸研究*, 2009(5).
- [11] 栾培强. 人民币汇率变动对物价和资产价格影响的实证分析[D]. 博士论文, 2012(4).

(责任编辑: 夏东, 朱德东)

Analysis of the Influence of Transmission Channels of the Expectation of RMB Exchange Rate on Inflation

LI Yan-li, HUANG Ying-wei

(Finance Department, School of Economics and Management, Wuhan University, Hubei Wuhan 430072, China)

Abstract: Exchange rate expectations affect commodity prices mainly by currency substitution effect, asset price effect and import price effect. The results of cointegration regression and residual substitution method show that the RMB appreciation expectation since 2002 has significant impact on China's inflation, among which the exchange rate expectation affects domestic inflation chiefly by currency substitution effect channel, then by asset price effect channel and import price effect channel. This paper gives some policy suggestions based on this phenomenon

Key words: RMB NDF exchange rate; Inflation; transmission channel